

华北高速-光伏电站增添新增长动力

评级

买入

首次

调研快报

太平洋证券股份有限公司

经营证券业务许可证: Z32253000

已获业务资格: 证券投资咨询

研究员: 张学

电话: 010-88321528

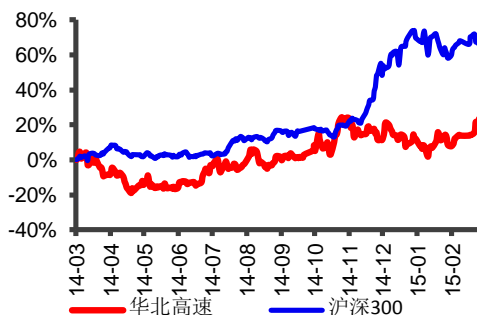
Email: zhangx@tpyzq.com

执业证书编号: S1190209030126

研究助理: 石金漫

Email: shijm@tpyzq.com

市场表现



基本数据

当前价(元): 5.86

目标价(元): 8.00

总股本/流通股本(百万股): 1090/1090

每股净资产(元): 3.89

资产负债率(%): 10.52

相关报告

报告摘要:

◆ 扩大光伏电站规模, 增添新动力

华北高速是以投资开发、建设、经营收费公路为主营业务。2013 年下半年开始, 公司进入到光伏电站运营领域并迅速扩张, 截止最新公告, 公司已顺利开展合计约 275MW 权益的光伏电站, 并已全部并网。随着前期项目的稳定运行以及后续项目的陆续开展, 光伏电站运营业务为公司带来新增长点。我们认为华北进军光伏电站有以下独特优势: 1) 高速公路业务每年为公司带来稳定、可观现金流, 同时, 公司资产负债率较低, 为光伏电站收购的贷款、运营提供资金保障。2) 公司与中利科技开展合作, 共建第三方投资管理平台, 打造专业化的运维管理水平。

◆ 传统业务高速公路收费将持续稳定

虽然去年以来部分路段进行断路改造, 但对公司业绩影响有限, 不会产生大波动但也无明显增长动力。1) 对断路改造路段, 公司会收到相应补贴, 减小损失。2) 随着京津一体化的推进, 对公司带来积极影响。京津塘高速公路被誉为京津间的黄金通道, 收费标注最低, 两地上程最短, 随着京津冀一体化的发展, 无疑将对公司主业主营带来积极的影响。3) 高速公路属于国家战略投资, 进入行业面临一定壁垒, 竞争格局暂时不会打破, 公司地位牢固。

◆ 盈利预测

根据公司目前已投入运行的光伏电站, 结合公司未来发展规划, 我们预计 2014~2016 年公司实现 EPS 为 0.27、0.41、0.46 元, 对应的 PE 分别为 21、14、12 倍。给予“买入”评级。

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	664.15	740.00	1060.00	1220.00
同比(%)	5.10%	11.42%	43.24%	15.09%
归属母公司净利润	269.62	296.99	444.71	502.93
同比(%)	33.08%	10.15%	49.74%	13.09%
毛利率(%)	55.41%	57.14%	58.21%	57.93%
ROE(%)	6.45%	6.61%	9.33%	9.78%
每股收益(元)	0.25	0.27	0.41	0.46
EV/EBITDA	0.02	8.26	5.12	3.60

资料来源: 太平洋证券

◆ 风险提示 政策不达预期。

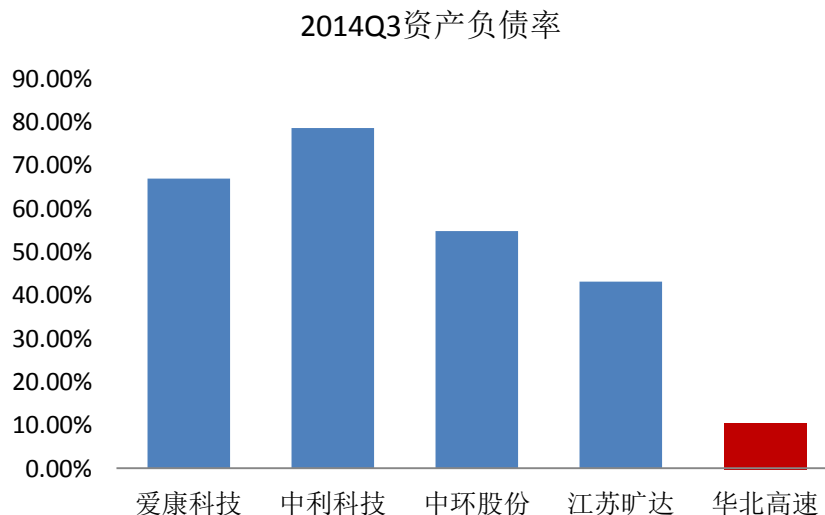
一、扩大光伏电站规模，增添新动力

（一）“公路+光伏”双轮驱动

华北高速是以投资开发、建设、经营收费公路为主营业务。2013 下半年开始，公司进入到光伏电站运营领域并迅速扩张，截止最新公告，公司已顺利开展合计约 275MW 权益的光伏电站，并已全部并网。随着前期项目的稳定运行以及后续项目的陆续开展，光伏电站运营业务为公司带来新增长点。

光伏电站是资金与质量的游戏。我们认为华北进军光伏电站有以下独特优势：1) 高速公路业务每年为公司带来稳定、可观现金流，同时，公司资产负债率较低，为光伏电站收购的贷款、运营提供资金保障。2) 公司与中利科技开展合作，共建第三方投资管理平台，打造专业化的运维管理水平。此外，公司通过签署电量担保协议、选取可利用小时数较高地区项目、严格审核转让方各手续等手段保证了光伏电站的质量。

图 1：华北高速与其他光伏公司相比资产负债率低



资料来源：公司公告，太平洋证券

从公司目前在手电站项目来看，主要集中在宁夏、内蒙古、新疆等利用小时数较高地区，这些地区资源充足、补贴到位。假设高速公路每年带来 4 亿元现金流、以 20% 资本金进行杠杆运作、按照 10 元/瓦的收购价格计算，高速公路可为公司每年带来约 200MW 电站的收购容量。

公司目前已运营 275MW 光伏电站，根据我们测算，已有项目预计每年可为公司创造 26,509 万元净利润，相应地，与高速公路业务计算相似，已有光伏电站可为公司每年带来约 130MW 电站的收购容量。

表 1：已运行光伏电站汇总

项目名称	持有权益 (MW)	电价 (度/元)	有效利用小时数	预期回报率	归属公司营收/年 (万元)	归属公司净利润/年 (万元)
江苏徐州	23.8*50%	2.41	1200	9.26%	3441	2197
内蒙古科左后旗	40MW*88.89%	1	1400	9.06%	4978	3355
内蒙古科左二期	20MW*88.89%	0.95	1400	9.06%	2364	1594
新疆伊犁	20MW*100%	0.95	1450	9.10%	2755	1876
新疆吐鲁番	60MW*100%	0.95	1450	9.10%	8265	5628
新疆哈密	30MW*100%	0.9	1450	9.10%	3915	2666
宁夏	100MW*100%	0.9	1500	9%	13500	9193
合计	≈ 275	—	—	—	39218	26509

资料来源：公司公告，《电气技术》2014 年 6 月

（二）牵手中利科技搭建第三方投资管理平台，专注电站运维管理

根据公司 1 月 14 日公告，华北高速全资子公司华祺投资有限责任公司与中利科技子公司中利腾晖光伏科技有限公司、瑞阳（天津）股权投资基金管理有限公司共同成立光伏电站投资平台公司，注册资本 10 亿元，出资比例分别为 52%、28%和 20%。该平台主营电站的投资、建设、管理。本次第三方投资管理平台的搭建，我们认为：

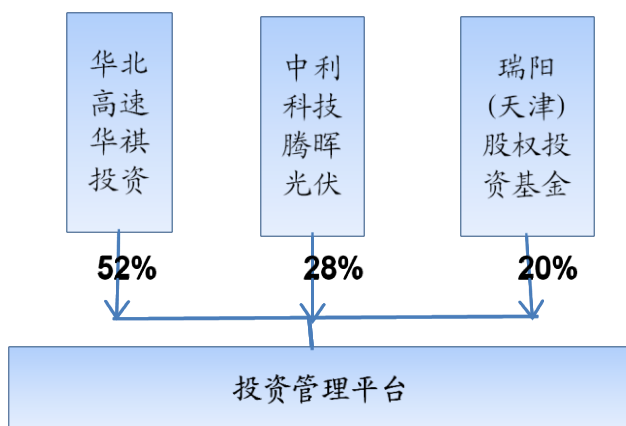
1) 打造专业运维、管理水平。中利科技是国内光伏电站开发龙头，本次与中利合作，有望打造更为专业化的平台，提升运维、管理水平。

2) 布局光伏电站全产业链。华北倾向电站持有，中利擅长建设电站、依靠卖电站获得现金流。华北、中利有望凭借自身优势，积聚资源，优势互补。打造光伏电站前期开发、投资建设、后期运维管理等全产业链。

3) 牵手壮大实力，提升竞争优势；政策催化不断，共享光伏盛宴。国家能源局近日发布的光伏产业发展情况显示，2014 年，全国光伏产业整体呈稳中向好和有序发展局面，全年光伏发电累计并网装机容量 2805 万千瓦，同比增长 60%，其中，光伏电站 2338 万千瓦，分布式 467 万千瓦。光伏年发电量约 250 亿千瓦时，同比增长超过 200%。我们预计，在成本持续下降以及政策不断推动的背景下，国内光伏终端市场至少在未来 2-3 年内仍将保持目前的高装机量。

此外，与光伏电站的显著增长相比，寄予厚望的分布式光伏与预期反差较大，而中利科技目前大规模进入分布式，部分项目已取得了良好的示范效应，未来，随着双方合作的不断加强，华北有望涉足分布式，完善在光伏产业布局。

图 2：投资平台股权结构

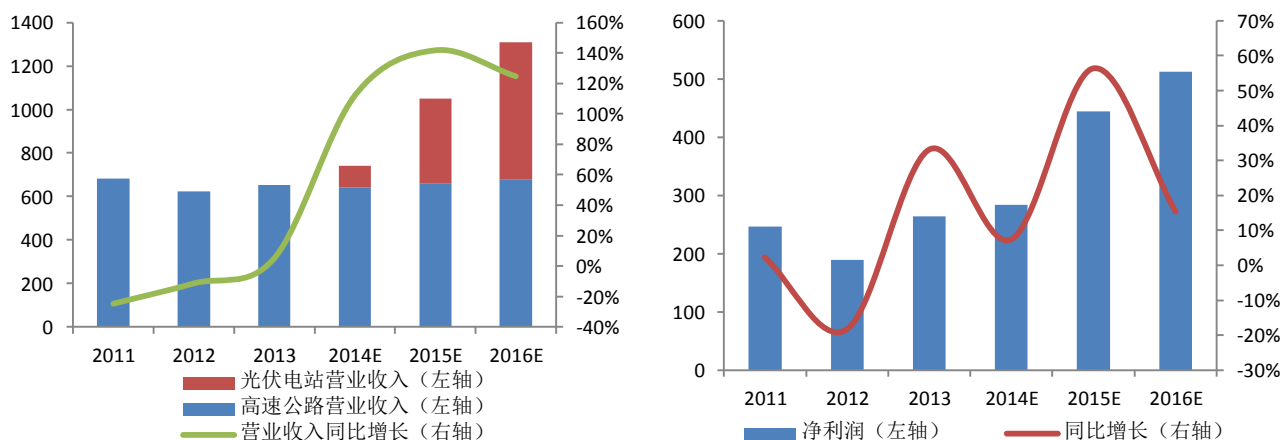


资料来源：公司公告，太平洋证券

二、传统业务高速公路收费将持续稳定

华北高速是以京津塘高速公路为主营资产，拥有华北地区的公路主干线京津塘高速公路收费权。京津塘高速以其得天独厚的地理位置，较低的费率，成为京津地区的一条黄金通道。加之计重收费实施后，通行环境日益改善，周边高速公路实施新的计重加价措施和提高称重设备精度给本路段带来的货车回流，均成为本路段有利的竞争资本。虽然去年以来部分路段进行断路改造，但对公司业绩影响有限，不会产生大波动但也无明显增长动力。1) 对断路改造路段，公司会收到相应补贴，减小损失。2) 随着京津一体化的推进，对公司带来积极影响。京津塘高速公路被誉为京津间的黄金通道，收费标注最低，两地里程最短，随着京津冀一体化的发展，无疑将对公司主业主营带来积极的影响。3) 高速公路属于国家战略投资，进入行业面临一定壁垒，竞争格局暂时不会打破，公司地位牢固。

图 3：2011~2016E 华北高速营业收入及净利润（百万元）



资料来源：公司公告，太平洋证券

三、盈利预测与投资评级

根据公司目前已投入运行的光伏电站，结合公司未来发展规划，我们预计 2014~2016 年公司实现 EPS 为 0.27、0.41、0.46 元，对应的 PE 分别为 21、14、12 倍。给予“买入”评级。

四、风险提示

政策不达预期。

资产负债表					利润表				
万元					元				
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	2067.00	2817.00	3966.00	5683.00	营业收入	664.00	740.00	1060.00	1220.00
现金	1160.00	2353.00	3446.00	5052.00	营业成本	296.00	317.00	443.00	513.00
应收账款	40.00	33.00	31.00	35.00	营业税金及附加	24.00	24.00	23.00	24.00
其它应收款	107.00	53.00	60.00	73.00	营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	0.00	1.00	1.00	1.00	管理费用	72.00	73.00	74.00	73.00
存货	2.00	4.00	3.00	3.00	财务费用	-47.00	-35.00	-37.00	-26.00
其他	758.00	374.00	425.00	519.00	资产减值损失	2.00	5.00	6.00	5.00
非流动资产	2595.00	2619.00	2668.00	2619.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	217.00	194.00	208.00	206.00	投资净收益	35.00	28.00	33.00	32.00
固定资产	1940.00	1891.00	1880.00	1898.00	营业利润	352.00	383.00	583.00	663.00
无形资产	7.00	7.00	6.00	6.00	营业外收入	13.00	13.00	14.00	13.00
其他	432.00	526.00	574.00	508.00	营业外支出	6.00	5.00	5.00	6.00
资产总计	4662.00	5436.00	6634.00	8302.00	利润总额	359.00	390.00	592.00	671.00
流动负债	223.00	484.00	746.00	1098.00	所得税	94.00	100.00	155.00	175.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	264.00	290.00	436.00	496.00
应付账款	77.00	361.00	604.00	961.00	少数股东损益	-5.00	-7.00	-9.00	-7.00
其他	146.00	123.00	142.00	137.00	归属母公司净利润	270.00	297.00	445.00	503.00
非流动负债	50.00	360.00	948.00	1854.00	EBITDA	452.00	488.00	694.00	794.00
长期借款	0.00	316.00	903.00	1808.00	EPS (摊薄)	0.25	0.27	0.41	0.46
其他	50.00	44.00	45.00	46.00					
负债合计	273.00	844.00	1693.00	2952.00	主要财务比率				
少数股东权益	283.00	276.00	267.00	261.00	会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
股本	1090.00	1090.00	1090.00	1090.00	成长能力				
资本公积	1474.00	1474.00	1474.00	1474.00	营业收入增长率	0.05	0.11	0.43	0.15
留存收益	1542.00	1752.00	2110.00	2525.00	营业利润增长率	0.43	0.09	0.52	0.14
归属母公司股东权益	4106.00	4316.00	4673.00	5089.00	归属于母公司净利润增长率	0.33	0.10	0.50	0.13
负债和股东权益	4662.00	5436.00	6634.00	8302.00	获利能力				
					毛利率	0.55	0.57	0.58	0.58
现金流量表					净利率	0.40	0.39	0.41	0.41
元					ROE	0.06	0.07	0.09	0.10
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	ROIC	0.06	0.06	0.07	0.07
经营活动现金流	231.00	798.00	676.00	942.00	偿债能力				
净利润	264.00	297.00	445.00	503.00	资产负债率	0.06	0.16	0.26	0.36
折旧摊销	122.00	132.00	139.00	149.00	净负债比率	0.00	0.37	0.53	0.61
财务费用	-47.00	-35.00	-37.00	-26.00	流动比率	9.27	5.82	5.32	5.18
投资损失	-35.00	-28.00	-33.00	-32.00	速动比率	9.26	5.81	5.31	5.17
营运资金变动	-123.00	475.00	180.00	336.00	营运能力				
其它	49.00	-44.00	-18.00	12.00	总资产周转率	0.15	0.15	0.18	0.16
投资活动现金流	-429.00	148.00	-123.00	-182.00	应收账款周转率	21.57	20.35	32.93	36.84
资本支出	-29.00	-81.00	-123.00	-168.00	应付账款周转率	3.79	1.45	0.92	0.66
长期投资	193.00	38.00	-19.00	0.00	每股指标 (元)				
其他	-593.00	191.00	19.00	-14.00	每股收益(最新摊薄)	0.25	0.27	0.41	0.46
筹资活动现金流	-64.00	248.00	539.00	848.00	每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	0.73	0.62	0.86
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊薄)	3.77	3.96	4.29	4.67
长期借款	0.00	316.00	587.00	905.00	估值比率				
普通股本增加	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	21.91	19.89	13.28	11.75
资本公积金增加	11.00	0.00	0.00	0.00	P/B	1.44	1.37	1.26	1.16
其他	-75.00	-68.00	-48.00	-57.00	EV/EBITDA	0.02	8.26	5.12	3.60
现金净增加额	-263.00	1194.00	1092.00	1607.00					

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

太平洋证券研究院

中国 北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话：（8610）88321528

传真：（8610）88321566

重要声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。